

Peran Kepemilikan Terkonsentrasi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Efisiensi Operasional Sebagai Variabel Mediasi

Mohamad Nur Utomo¹, Kaujan², Sulistya Rini Pratiwi³

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Borneo Tarakan, Tarakan, Indonesia

Abstract. *In this study, the relationships between ownership concentration and operational efficiency and firm value are examined. Companies are ranked following the Environmental Performance (PROPER) and listed in Indonesia Stock Exchange as the sample in this study. Data analysis techniques in this study using PLS-SEM with WarpPLS application version 6.0. The findings indicate that ownership concentration has a positive effect on operational efficiency and firm value. The main findings indicate that operational efficiency mediates the effect of concentrated ownership on firm value. The overall findings support agency theory and RBV theory. Monitoring ownership concentration that directs managers to maximize operational efficiency can be a competitive advantage and value the higher value of the company.*

Keywords. *Agency Theory; Firm Value; Operational Efficiency; Ownership Concentration; PLS-SEM.*

Abstrak. Dalam penelitian ini, hubungan antara kepemilikan terkonsentrasi, efisiensi operasional dan nilai perusahaan diuji. Perusahaan-perusahaan yang mengikuti program peringkat Kinerja Lingkungan (PROPER) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel dalam penelitian ini. Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan PLS-SEM dengan aplikasi WarpPLS versi 6.0. Temuan menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi memiliki efek positif pada efisiensi operasional dan nilai perusahaan. Temuan utama menunjukkan bahwa efisiensi operasional memediasi pengaruh kepemilikan terkonsentrasi pada nilai perusahaan. Temuan keseluruhan mendukung teori agensi dan teori RBV. Monitoring kepemilikan terkonsentrasi yang mengarahkan manajer untuk memaksimalkan efisiensi operasional dapat menjadi keunggulan kompetitif dan memberikan valuasi nilai perusahaan yang lebih tinggi.

Kata kunci. Efisiensi Operasional; Kepemilikan Terkonsentrasi; Nilai Perusahaan; PLS-SEM; Teori Agensi.

Corresponding author. Email: mohnurutomo@gmail.com, kaujanmr@gmail.com, miss.rainy@ymail.com

How to cite this article. Utomo, M.N., Kaujan, & Pratiwi, S.R. (2019). Peran Kepemilikan Terkonsentrasi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Efisiensi Operasional Sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 7(3), 583-600.

History of article. Received: Agustus 2019, Revision: Oktober 2019, Published: Desember 2019

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v7i3.17602

Copyright©2019. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI

PENDAHULUAN

Perusahaan *modern* yang sahamnya terdaftar di pasar modal melakukan pemisahan fungsi antara kepemilikan dan pengendalian dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan (Berle dan Means, 1932). Pemilik perusahaan mendelegasikan secara *professional* pengelolaan perusahaan pada manajer sebagai agen yang dipekerjakan dan diberikan wewenang untuk mengambil keputusan operasional perusahaan yang akan mempengaruhi kesejahteraan pemilik (Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan kepemilikan dan pengendalian bertujuan untuk

meningkatkan keahlian manajer dalam mengelola perusahaan (Fama dan Jensen, 1983). Maka dengan pemisahan fungsi tersebut diharapkan manajer mampu meningkatkan nilai perusahaan seperti yang diinginkan pemegang saham.

Pada sisi lain pemisahan fungsi kepemilikan dan pengendalian berpotensi menyebabkan manajer melakukan tindakan yang menyimpang dari keinginan pemegang saham. Manajer juga memiliki kepentingan secara individu seperti mendapatkan kemakmuran pribadi, keselamatan kerja, gaya hidup mewah dan keuntungan lainnya seperti fasilitas kantor

yang mewah, mobil pribadi dan tiket liburan yang semuanya dibebankan kepada perusahaan (Sartono, 2012). Selain itu manajer juga dapat melakukan tindakan penyimpangan lainnya seperti menggunakan dana *free cash flow* pada investasi-investasi yang memberikan keuntungan pribadi daripada membagikannya pada pemilik dalam bentuk deviden (Jensen, 1986). Manajer telah melakukan *overinvestment* yang merugikan pemegang saham. Perilaku *overinvestment* manajer tersebut merupakan perilaku *moralhazard*.

Perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer mengakibatkan timbulnya konflik antar kelompok dalam perusahaan yang disebut sebagai konflik agensi (Ross, 1973; Jensen dan Meckling, 1976). Konflik agensi terjadi disebabkan karena manajer lebih mementingkan kepentingan individu daripada tujuan perusahaan (Sartono, 2012). Masalah agensi akan mempengaruhi nilai perusahaan dan merugikan kedua belah pihak. Agar tidak memperburuk keadaan perlu dilakukan tindakan meminimalisirnya. Beberapa cara dapat dilakukan untuk meminimalisir masalah agensi, diantaranya dengan melakukan monitoring oleh pemilik perusahaan. Monitoring merupakan upaya-upaya yang dilakukan pemilik (*principal*) untuk mengurangi perilaku penyimpangan manajer (*agent*) dalam bentuk mengukur dan mengobservasi serta mengontrol perilaku agen melalui restriksi budget, kebijakan kompensasi, aturan operasi, dan kebijakan lainnya (Jensen dan Meckling, 1976).

Untuk memperkuat monitoring serta melindungi kekayaannya dari perilaku penyimpangan agen, pemilik memperbesar pengendalian dengan meningkatkan kepemilikan sahamnya (Grosfeld, 2006). Peningkatan kepemilikan tersebut membentuk struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada pemegang saham mayoritas yang disebut sebagai kepemilikan terkonsentrasi. Kepemilikan terkonsentrasi merupakan suatu kondisi dimana sebagian besar saham di kendalikan oleh suatu kelompok atau individu yang memiliki saham relatif dominan dari yang lainnya (Dallas, 2004).

Fenomena menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi banyak ditemukan di negara-negara berkembang asia termasuk Indonesia dan negara-negara *Continental Europe*, sedangkan pada negara-negara *Anglo Saxon* seperti Inggris dan Amerika Serikat struktur kepemilikan lebih menyebar (Porta *et al.*, 1996; Claessens *et al.*, 2000). Kepemilikan terkonsentrasi dapat menjadi pengendali perusahaan atau dapat disebut sebagai pemegang saham pengendali.

Penelitian pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan, namun ditemukan hasil yang tidak konsisten. Sebagian penelitian menyatakan bahwa mekanisme monitoring melalui kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Jaafar dan El-Shawa, 2009; Farooque *et al.*, 2010; Caixe dan Krauter, 2013; Vintila dan Gherghinaa, 2014; Nguyen *et al.*, 2015). Sementara itu hasil penelitian lainnya menyatakan bahwa kepemilikan terkonsentrasi tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan (Ahmed *et al.*, 2012; Wahla *et al.*, 2012; Al-Saidi dan Al-Shammari, 2015; Yasser dan Mamun, 2015). Hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut ditengarai terdapat faktor lain yang dapat menghubungkan antara pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan.

Sebagaimana dijelaskan sebelumnya bahwa manajer didelegasikan untuk mengendalikan perusahaan dan memaksimalkan nilai perusahaan yang diharapkan dapat meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Maka monitoring dari pemilik terhadap manajer diharapkan mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham. Mekanisme monitoring dapat dipandang sebagai proses untuk mendukung dalam tindakan dan pengambilan keputusan manajemen untuk memaksimalkan produktivitas dan efisiensi perusahaan, sebaliknya akan menentang manajemen dalam tindakan dan keputusan yang hanya memaksimalkan kesejahteraan pribadi (Hill dan Snell, 1989). Literatur manajemen menyatakan bahwa perusahaan yang mengimplikasikan paradigma efisiensi dalam

operasionalnya akan memberikan keuntungan jangka panjang dan menghasilkan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan (McWilliams dan Smart, 1993). Kegagalan memaksimalkan nilai perusahaan sangat terkait erat dengan faktor inefisiensi (Jensen dan Meckling, 1976). Efisiensi sebagai produk dari faktor spesifik perusahaan seperti keterampilan manajemen, inovasi, pengendalian biaya, dan pangsa pasar dan sebagai penentu stabilitas dan kinerja perusahaan saat ini dan dimasa akan datang (McWilliams dan Smart, 1993; Abuzayed *et al.*, 2009). Strategi efisiensi dalam operasional menjadi kunci dalam meningkatkan kinerja dan daya saing perusahaan serta meningkatkan *return* saham di masa yang akan datang (Baik *et al.*, 2013; Voulgaris dan Lhemonakis, 2014). Penelitian ini bertujuan menghubungkan pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi operasional sebagai variabel mediasi. Mekanisme monitoring dari kepemilikan terkonsentrasi diharapkan membentuk perilaku manajer yang mengedepankan strategi efisiensi dalam operasionalnya sehingga menghasilkan keputusan manajerial yang berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Efisiensi operasional menjadi kunci dan solusi mengatasi kesenjangan penelitian sebelumnya tentang pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Terkonsentrasi berpengaruh positif secara langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui Efisiensi Operasional. Efisiensi operasional terbukti mampu berperan sebagai mediasi pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan. Selain itu Efisiensi Operasional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non keuangan terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengikuti program peringkat kinerja lingkungan PROPER pada Kementerian Lingkungan Hidup Republik Indonesia. Pilihan sampel pada perusahaan yang mengikuti program PROPER bertujuan untuk mendapatkan sampel perusahaan yang memiliki tingkat efisiensi operasional yang

baik. Hal ini merujuk pada literatur yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan yang baik akan memiliki tingkat efisiensi operasional yang tinggi dibandingkan pada perusahaan memiliki kinerja lingkungan yang buruk (Hart, 1995; Porter dan Linde, 1995; Majumdar dan Marcus, 2001; Alexopoulos *et al.*, 2011; Caracuel dan Mandojana, 2013).

Penulisan paper ini terdiri dari lima bagian. Bagian selanjutnya memberikan kajian literatur dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga menjelaskan metodologi penelitian. Bagian ke empat menyajikan hasil dan pembahasan. Bagian terakhir memberikan kesimpulan.

KAJIAN LITERATUR

Pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap Efisiensi Operasional

Teori agensi mendasari hubungan kepemilikan terkonsentrasi dan efisiensi perusahaan. Teori agensi meramalkan bahwa mekanisme monitoring seperti kepemilikan terkonsentrasi dapat mengurangi masalah agensi serta merupakan isu penting yang mempengaruhi kinerja (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Mekanisme kepemilikan terkonsentrasi sebagai pemegang saham pengendali dapat mengarahkan keputusan-keputusan strategis operasional yang sesuai dengan tujuan mereka (Shleifer dan Vishny, 1997). Dengan dominasinya, pemegang saham terkonsentrasi dapat mengendalikan perusahaan dengan cara menempatkan orang-orang pilihannya pada posisi jabatan yang strategis, seperti posisi direktur utama atau direktur keuangan, maka pemegang saham dominan dapat dengan mudah mengarahkan aktivitas perusahaan dan seluruh kebijakan strategis yang diambil akan mengikuti arahan mereka (Francis *et al.*, 2005).

Pemegang saham dominan berbeda dari pemegang saham lainnya dalam dua aspek, yaitu kepentingan kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan dan pentingnya menjaga reputasi mereka sendiri terkait dengan perusahaan (Anderson *et al.*, 2003). Hal ini menunjukkan pemegang saham dominan dibandingkan dengan pemegang saham jenis

lain, lebih memungkinkan untuk mengambil keputusan-keputusan strategis yang memaksimalkan perilaku perusahaan untuk tujuan ekonomi. Dengan demikian semakin meningkatnya kepemilikan terkonsentrasi semakin memudahkan pemegang saham utama untuk mengarahkan manajer menerapkan kegiatan bisnis yang memaksimalkan efisiensi dalam operasional

Penelitian-penelitian empirik yang menjelaskan adanya hubungan yang positif antara kepemilikan terkonsentrasi dan peningkatan efisiensi diuraikan berikut ini. Bruce (2011) menguji pengaruh kinerja mekanisme *good corporate governance* internal terhadap efisiensi teknis pada perusahaan sektor manufaktur yang tersebar di 16 negara baik amerika maupun eropa. Dimana salah satu variabel mekanisme *good corporate governance* internal adalah kepemilikan terkonsentrasi (pemegang saham terbesar) yang di ukur dengan rasio 5 pemegang saham terbesar dari seluruh saham yang beredar. Sementara efisiensi teknis di ukur dengan menggunakan metode DEA. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pemegang saham terbesar berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi teknis. Hasil ini mengindikasikan monitoring pemegang saham terbesar dapat mengurangi perilaku manajer yang mengejar keuntungan pribadi yang akan menurunkan efisiensi.

Penelitian Hassan *et al.* (2014) pada 156 perusahaan publik di Bursa Efek Kuala Lumpur (KLSE), Malaysia, dimana perusahaan-perusahaan tersebut umumnya memiliki struktur kepemilikan yang sangat terkonsentrasi. Tujuan dari penelitian untuk mengetahui apakah ada variasi dalam struktur kepemilikan dan efisiensi perusahaan di seluruh sektor. Untuk mencapai tujuan ini, distribusi frekuensi struktur kepemilikan dan nilai efisiensi dihitung untuk perusahaan sektor konsumen, industri, konstruksi dan perdagangan / jasa diukur. Metode Data Envelopment Analysis (DEA) di bawah asumsi *constant returns to scale* (CRS) dan *variable returns to scale* (VRS) digunakan untuk menghitung nilai efisiensi perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada

variasi dalam struktur kepemilikan perusahaan dan efisiensi lintas sektor. Penelitian juga menunjukkan semakin terkonsentrasi kepemilikan semakin meningkat nilai efisiensi perusahaan.

Selanjutnya Chang dan Zhang (2015) menyatakan bahwa kepemilikan yang lebih terkonsentrasi berimplikasi pada meningkatnya kemampuan pengendalian dan pengawasan pada manajer terkait dengan biaya operasi yang berhubungan dengan lingkungan. Dengan pengendalian biaya lingkungan yang lebih ketat dapat meningkatkan efisiensi dan profitabilitas perusahaan. Berdasarkan kajian teoritik dan ikhtisar studi empirik pada tabel di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1: Kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap efisiensi operasional.

Pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan saham dikatakan terkonsentrasi jika sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok, sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relatif dominan dibandingkan dengan lainnya (Dallas, 2004). Kepemilikan terkonsentrasi terjadi pada suatu negara yang sangat tergantung pada keseimbangan antara penegakan hak-hak kepemilikan oleh negara dan pemilik perusahaan (Claessens *et al.*, 2000). Menurut mereka jika dalam suatu perekonomian pemerintah tidak bisa secara efektif menegakkan hak-hak kepemilikan, maka penegakan hak-hak tersebut akan didominasi oleh pemilik. Pemilik akan mempengaruhi sejauh mana kontrak perusahaan akan dilaksanakan karena hal tersebut akan mempengaruhi kemampuan dan insentif pemilik untuk mempertahankan hak-hak mereka (Claessens *et al.*, 2000).

Dalam teori agensi menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi sebagai salah satu mekanisme monitoring yang dapat mengurangi masalah agensi (Jensen dan Meckling, 1976). Mekanisme monitoring dilakukan dengan mengukur dan

mengobservasi serta mengontrol perilaku agen melalui restriksi budget, kebijakan kompensasi, aturan operasi, dan kebijakan lainnya (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan terkonsentrasi menjadi mekanisme *good corporate governance* yang dapat mempengaruhi manajer untuk melindungi kepentingan pemegang saham (Shleifer dan Vishny, 1986; Maug, 1998). Kehadiran kepemilikan terkonsentrasi ditandai oleh pemegang saham dominan yang mengontrol perilaku perusahaan mempengaruhi tujuan organisasi dan bagaimana kontrol tersebut dilakukan di perusahaan (Thomsen dan Pedersen, 2000). Semakin sedikit pemegang saham semakin terkonsentrasi kepemilikan dan semakin mudah mengendalikan manajer (Shleifer dan Vishny, 1986). Sebagai pemegang saham pengendali, kepemilikan terkonsentrasi memperbesar kepemilikannya untuk dapat mengendalikan perusahaan dan mengarahkan manajer untuk mencapai tujuan pemegang saham, baik melalui *voting power* ataupun merepresentasi diri mereka dalam posisi manajemen (Porta *et al.*, 1999). Dengan demikian kepemilikan terkonsentrasi dapat memberikan pengaruh dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Beberapa penelitian empirik yang membuktikan terdapat pengaruh positif kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan antara lain Caixe dan Krauter (2013), Vintila dan Gherghinaa (2014) dan Nguyen *et al.* (2015). Penelitian empirik Caixe dan Krauter (2013) menguji pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan. Menggunakan data sampel 237 perusahaan non keuangan yang *listed* di bursa Brazil untuk periode 2001 -2010. Kepemilikan terkonsentrasi menggunakan pengukuran jumlah persentase dari pemegang saham terbesar sedangkan nilai perusahaan di ukur dengan dua indikator yaitu *Tobin's Q* dan *Enterprise Value*. Hasil penelitian menyatakan bahwa kepemilikan konsentrasi yang tinggi berhasil memberikan dampak positif pada nilai perusahaan.

Vintila dan Gherghinaa (2014) menguji secara empiris dampak kepemilikan terkonsentrasi

terhadap nilai perusahaan. Penelitian menggunakan sampel perusahaan yang *listed* di Bucharest Stock Exchange, Rumania, periode 2007-2011.

Kepemilikan terkonsentrasi di ukur dengan 5 pengukuran yaitu persentase pemegang saham terbesar pertama, persentase pemegang saham terbesar kedua, persentase pemegang saham terbesar ketiga, persentase pemegang saham terbesar pertama dan kedua dan persentase pemegang saham terbesar pertama hingga ketiga. Sedangkan nilai perusahaan di ukur dengan *Tobin's Q*. Hasil utama menunjukkan bahwa pemegang saham terbesar kedua, pemegang saham terbesar ketiga dan pemegang saham terbesar pertama hingga ketiga memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini dipengaruhi konteks karakteristik pemegang saham terbesar di Rumania yang cenderung mengambil alih pengendalian perusahaan dari pemegang saham lainnya. Penelitian ini juga mengkonfirmasi struktur kepemilikan terkonsentrasi bisa membatasi masalah keagenan, sehingga ada kerangka kerja yang mudah digunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Penelitian Nguyen *et al.* (2015) tentang hubungan antara kepemilikan terkonsentrasi dan nilai perusahaan di Singapura (negara mapan) dan Vietnam (negara berkembang), menemukan bahwa efek positif kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan di moderasi oleh kualitas tatakelola nasional. Penelitian ini juga menemukan bahwa efek positif kepemilikan terkonsentrasi pada nilai perusahaan cenderung lebih kuat berlaku di negara berkembang (Vietnam) dibandingkan negara yang lebih mapan (Singapura). Pengukuran dalam penelitian ini menggunakan *Tobin's Q* untuk *proksi* nilai perusahaan dan jumlah kepemilikan saham terbesar di atas 5% untuk *proksi* kepemilikan terkonsentrasi. Temuan ini konsisten dengan argumen bahwa kepemilikan terkonsentrasi merupakan mekanisme *good corporate governance* yang efisien untuk menggantikan kualitas sistem tatakelola nasional yang lemah.

Berdasarkan kajian teoritik dan ikhtisar studi empirik di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 2: Kepemilikan Terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh Efisiensi Operasional terhadap Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan dapat dicapai dengan memiliki kinerja perusahaan yang baik. Memaksimalkan kinerja perusahaan dengan mengoptimalkan efisiensi operasional akan mempengaruhi harga saham yang berdampak pada peningkatan kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan (Russell *et al.*, 2013). Terminologi efisiensi operasional telah banyak digunakan dalam literatur keuangan (Jeong dan Phillips, 2001; Kanghwa, 2010; Kuo *et al.*, 2010; Goel, 2012; Baik *et al.*, 2013; Gill *et al.*, 2014). Konsep efisiensi operasional merupakan bagian kajian studi keuangan yang berfokus bagaimana sumber daya digunakan untuk memfasilitasi operasi perusahaan (Goel, 2012). Efisiensi operasional terjadi ketika kombinasi yang tepat perpaduan antara orang (tenaga kerja), proses produksi, dan teknologi untuk meningkatkan produktivitas dan nilai dari setiap operasi bisnis yang diikuti dengan penurunan biaya operasi rutin ke tingkat yang diinginkan (Kanghwa, 2010).

Teori RBV dan teori signal melatar belakangi pengaruh efisiensi operasional terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang mengimplikasikan paradigma efisiensi dalam operasionalnya akan memberikan keuntungan jangka panjang dan menghasilkan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan (McWilliams dan Smart, 1993). Dalam konteks teori RBV bahwa perusahaan yang memiliki keunggulan kompetitif merupakan hasil pengembangan organisasi yang bernilai seperti inovasi berkelanjutan, integrasi semua pemangku kepentingan dan integrasi tujuan lingkungan secara proaktif yang disertakan dalam strategi manajemen (Hart, 1997). Secara singkat teori RBV menyatakan bahwa keunggulan

kompetitif perusahaan memberikan valuasi nilai perusahaan yang lebih baik.

Teori signal menyatakan bahwa informasi yang baik tentang perusahaan akan mempengaruhi persepsi investor tentang perusahaan tersebut sehingga meningkatkan nilai pasar perusahaan (Ross, 1977). Dengan demikian efisiensi operasional yang baik menjadi *signal* bahwa perusahaan telah memiliki manajemen yang kuat dan akan memberikan keuntungan yang tinggi, hal ini akan meningkatkan nilai ekuitas (harga saham).

Penelitian empirik Gill *et al.* (2014) mendukung adanya pengaruh efisiensi operasional terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang dapat meningkatkan efisiensi operasional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kesimpulan ini dihasilkan dari uji empiris terhadap 244 perusahaan terpilih dari 500 perusahaan teratas yang tercatat di Bombay Stock Exchange (BSE) untuk jangka waktu lima tahun (dari 2008-2012). Efisiensi operasional menggunakan beberapa ukuran antara lain siklus konversi kas, rasio biaya operasional terhadap penjualan, aliran kas operasi dan *asset turn over*. Sementara nilai perusahaan diukur dengan rata-rata harga saham tertinggi dan terendah. Studi ini memberikan kontribusi terhadap literatur bahwa perubahan dalam efisiensi operasional menjadi faktor yang menyebabkan perubahan nilai perusahaan di masa depan.

Berdasarkan kajian teoritik dan empirik di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 3: Efisiensi operasional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Efisiensi Operasional Memediasi pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini mengusulkan variabel efisiensi operasional sebagai mediasi pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap Nilai Perusahaan. Pengembangan hipotesis pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan yang dimediasi efisiensi operasional didasarkan penjelasan

Jensen dan Meckling (1976) dan hasil penelitian empiris Utomo *et al.* (2018).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa dengan terjadinya konflik agensi membutuhkan mekanisme monitoring yang dapat mengurangi konflik tersebut. Monitoring menjadi pengawasan bagi manajer, salah satunya melalui mekanisme kepemilikan terkonsentrasi. Mekanisme kepemilikan terkonsentrasi akan mempengaruhi perilaku manajer dalam melaksanakan keputusan investasi dan operasional lainnya yang efisien. Efisiensi dalam kegiatan investasi dan operasional akan menyelaraskan tujuan pemegang saham dan tujuan manajer sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Selanjutnya penelitian Utomo *et al.* (2018) dengan menggunakan sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali memiliki power untuk mengarahkan manajer menerapkan bisnis yang berkomitmen ramah lingkungan yang mendorong terciptanya efisiensi dalam operasional. Konsep ramah lingkungan tersebut dinamakan efisiensi operasional berkomitmen ramah lingkungan yang telah terbukti mampu menjadi pemediasi pengaruh pemegang saham pengendali terhadap kinerja perusahaan baik dalam ukuran berbasis akuntansi (ROA) maupun berbasis nilai pasar (Tobin's Q).

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 4: Efisiensi operasional memediasi pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan pengembangan hipotesis yang dijelaskan sebelumnya maka dapat digambarkan model penelitian empirik sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian Empirik
METODOLOGI PENELITIAN

Data Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang sahamnya diperdagangkan secara publik di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2016. Kriteria yang digunakan untuk pemilihan sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan yang listing di BEI secara konsisten tahun 2010-2016, (2) Perusahaan yang mengikuti Program Penilaian Peringkat Kinerja Manajemen Lingkungan (PROPER) sejak tahun 2010 - 2016. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah panel data sekunder dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diperoleh dari Indonesia Capital Market Institute. Kemudian ditambah dengan laporan pemeringkat PROPER (kinerja perusahaan dalam pengelolaan lingkungan) yang diterbitkan oleh Kementerian lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 44 sampel perusahaan, terdiri dari 33 sektor manufaktur, 6 sektor pertambangan, 4 sektor pertanian dan 1 sektor konglomerasi (miscellaneous), dengan periode penelitian 7 tahun. Sehingga total data panel yang di observasi sebanyak 308 (44 x 7).

Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Nilai Perusahaan. Nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang beroperasi dan tercermin dalam nilai surat berharga utang dan ekuitas, nilai perusahaan sebagai gambaran kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui proses kegiatan selama beberapa tahun (Keown, 2004; Sudiyatno, 2010; Sartono, 2012).

Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan menggunakan *Tobin's Q* (*Q*) sebagaimana beberapa peneliti menggunakan sebagai proksi nilai perusahaan, antara lain : Jaafar dan El-Shawa (2009); Farooque *et al.* (2010); Rashida *et al.* (2010); Lin (2011);

Wahla *et al.* (2012); Caixe dan Krauter (2013); Warrad *et al.* (2013); Al-Saidi dan Al-Shammari (2015); Nguyen *et al.* (2015).

Formula rasio *Tobin's Q* yang digunakan oleh Lindenberg dan Ross (1981) yang diproksikan sebagai nilai perusahaan, dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{Nilai Perusahaan (Q)} = \frac{MVS+DA}{TA}$$

Dimana,

MVS : Nilai pasar Ekuitas (Harga pasar x jumlah lembar saham beredar)

DA : Nilai buku total Utang

TA : Total Asset

Variabel Mediator

Variabel mediasi dalam penelitian ini adalah Efisiensi Operasional. Efisiensi operasional diproksikan dengan menggunakan rasio perputaran aktiva (Fairfield dan Yohn, 2001; Soliman, 2008; Goel, 2012; Gill *et al.*, 2014; Santosuosso, 2014; Voulgaris dan Lhemonakis, 2014). Rasio perputaran aktiva (*Asset turn over*) menunjukkan utilisasi dan efisiensi *asset*, yang umumnya berasal dari penggunaan properti, pabrik dan peralatan yang efisien; proses persediaan yang efisien; dan bentuk pengelolaan modal kerja lainnya untuk menghasilkan pendapatan (Soliman, 2008). Rasio Perputaran aktiva atau *Asset turn over* (ATO) merupakan faktor utama yang mempengaruhi efisiensi perusahaan (Mahdavi *et al.*, 2012). Rasio perputaran aktiva dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Asset turn over (ATO)} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva}}$$

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah Kepemilikan Terkonsentrasi (KT) yaitu dimana sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok, sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relatif dominan dibandingkan dengan lainnya (Thomsen dan Pedersen, 2000; Dallas, 2004). Kepemilikan Terkonsentrasi diproksikan sebagai jumlah kepemilikan saham terbesar baik individu maupun institusi dengan persentase jumlah saham di atas 5% dari seluruh jumlah saham yang beredar (Earle *et al.*, 2004; Dwaikat dan

Queiri, 2014; Jaafar dan El-Shawa, 2015; Nguyen *et al.*, 2015).

Variabel Kontrol

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (SIZE), *leverage* (LEV) dan kinerja lingkungan (KL). Ketiga variabel kontrol tersebut merupakan variabel penting untuk mengendalikan studi nilai perusahaan (Krivogorsky dan Grudnitski, 2010; Desoky dan Mousa, 2013), (Al-Tuwaijri *et al.*, 2004; Iqbal *et al.*, 2013; Wassmer *et al.*, 2014; Muhammad *et al.*, 2015). Ukuran perusahaan dihitung dengan logaritma natural dari total aset. Leverage diukur dengan rasio total hutang terhadap total aset. Sedangkan kinerja lingkungan diukur dengan Skor PROPER merupakan peringkat kinerja lingkungan yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup Republik Indonesia (PROPER, 2011). Jenjang peringkat PROPER sebagai berikut: (1) Peringkat Emas: Sangat Baik, skor = 5, (2) Hijau Rating: Baik, skor = 4, (3) Biru Rating: Cukup baik, skor = 3, (4) Red Peringkat: Buruk, skor = 2 dan (5) Peringkat Hitam: Sangat buruk, skor = 1.

Model Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis SEM berbasis varians atau Partial Least Squares (PLS-SEM), karena beberapa alasan (Sholihin dan Ratmono, 2013): Pertama, model penelitian yang relatif kompleks dengan lebih dari satu variabel dependen. Kedua, teori dalam penelitian ini masih tergolong baru sehingga pengujian lebih tepat untuk menggunakan PLS-SEM. Ketiga, PLS-SEM dapat bekerja secara efisien dengan ukuran sampel kecil dan model kompleks. Penelitian ini menggunakan software WarpPLS 6.0 dalam pengujian model PLS-SEM.

Untuk menguji H1, H2, H3 dan H4 dapat dibuat persamaan model sebagai berikut:

$$ATO_t = \alpha_1 + \beta_1 KT_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 KL_t + \epsilon_1 \quad (1)$$

$$Q_t = \alpha_2 + \beta_5 KT_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 KL_t + \beta_9 ATO_t + \epsilon_2 \quad (2)$$

Dimana, ATO= Asset Turn Over, KT= Kepemilikan Terkonsentrasi, SIZE = Ukuran Perusahaan, LEV= Leverage, KL=Kinerja Lingkungan dan Q=Tobin's Q.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskriptif dan Korelasi

Tabel 1 menunjukkan data deskriptif dari variabel penelitian termasuk nilai Minimum, Maksimum, Rata-rata dan Standar Deviasi. Tabel menunjukkan bahwa kepemilikan Terkonsentrasi dominan menguasai diatas 50% (0.74); Variabel nilai perusahaan (Tobin's Q) menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan

lebih tinggi dari nilai assetnya (2.32). Variabel asset turn over (ATO) menunjukkan bahwa perusahaan beroperasi secara efisien (1.11). Secara keseluruhan, ukuran perusahaan menunjukkan sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan-perusahaan yang besar (28.77) dan rata-rata struktur modal perusahaan didanai oleh hutang diatas 30% (0.44). Variabel kinerja lingkungan menunjukkan bahwa perusahaan telah melakukan pengelolaan lingkungan sesuai dengan persyaratan dan peraturan perundang-undangan sehingga memiliki kinerja lingkungan yang baik (3.15).

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	Min	Max	Mean	SD
Kepemilikan Terkonsentrasi (KT)	0.32	1.00	0.74	0.15
Efisiensi Operasional (ATO)	0.02	2.92	1.11	0.59
Tobin's Q (Q)	0.33	18.92	2.32	3.07
Ukuran Perusahaan (SIZE)	0.20	33.20	28.77	1.76
Leverage (LEV)	0.04	1.49	0.44	0.20
Kinerja Lingkungan (KL)	1	5	3.15	0.65

Sumber: Data diolah (2018).

Tabel 2. menunjukkan hasil korelasi matrik dari seluruh konstruk penelitian. Hasil korelasi matrik menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan terkonsentrasi berkorelasi positif dengan *Asset Turn Over* dan Tobin's Q (signifikan pada level 0,01) dan berkorelasi negatif dengan Ukuran Perusahaan dan Kinerja Lingkungan (signifikan pada level 0,01 dan 0,05). Selanjutnya *Asset Turn Over* berkorelasi positif dengan Tobin's Q dan Ukuran Perusahaan (signifikan pada level 0,01 dan 0,1) dan berkorelasi negatif dengan Kinerja Lingkungan (signifikan pada level 0,01). Variabel Tobin's Q berkorelasi positif dengan Ukuran Perusahaan dan Kinerja Lingkungan (signifikan pada level 0,01). Variabel Ukuran Perusahaan berkorelasi positif dengan Kinerja Lingkungan (signifikan pada level 0,01) dan berkorelasi negatif dengan *Leverage* (signifikan pada level 0,05). Di antara variabel penjelas tidak ada korelasi kuat yang disajikan, dengan demikian multikolinearitas tidak menjadi perhatian.

Tabel 2. Matrik Korelasi Variabel Penelitian

Variabel	1	2	3	4	5	6
1. KT	1	0.25***	0.166***	-0.233***	-0.016	-0.135**
2. ATO	0.25***	1	0.475***	0.108*	-0.047	-0.184***
3. Tobin's Q	0.166**	0.475***	1	0.315***	-0.008	0.172***
4. SIZE	-0.233***	0.108*	0.315***	1	-0.140**	0.328***
5. LEV	-0.016	0.108*	-0.008	-0.140**	1	-0.015
6. KL	-0.135**	-0.184***	0.172***	0.328***	-0.015	1

***, **, * menunjukkan signifikan masing-masing pada 0.01, 0.05 and 0.1.

Sumber: Data di olah (2018)

Hasil Analisis PLS-SEM dan Pembahasan

Analisis menggunakan PLS-SEM setidaknya harus melalui lima tahap: Konseptualisasi model, penentuan metode analisis algoritma, penentuan metode resampling, menggambar diagram jalur dan evaluasi model.

Dalam menentukan metode analisis algoritma pada program WarpPLS, ada dua pengaturan algoritma yang harus dilakukan sebelum analisis model, yaitu: outer model dan inner model. Pada outer model dalam penelitian ini menggunakan pilihan PLS *Regression* karena memiliki keunggulan untuk menangani data yang memiliki masalah collinearity (Latan dan Ghazali, 2016). Setelah mengatur outer model, dilanjutkan setting inner model. Dalam penelitian ini, pilihan linier dipilih karena hipotesis yang dibangun pada model memiliki hubungan linier.

Setelah itu, langkah yang sangat penting sebelum mengevaluasi model dalam analisis PLS-SEM adalah dengan menetapkan metode resampling. Resampling adalah prosedur melakukan penyampelan ulang karena perkiraan nilai signifikansi model PLS tidak diketahui (Latan dan Ghazali, 2016). Umumnya ada dua metode *resampling*, yaitu:

bootstrap dan *jack knifing*. Dalam penelitian ini, metode *bootstrap* yang akan digunakan karena akan lebih stabil jika jumlah sampling asli lebih dari 100 sampel (Latan dan Ghazali, 2016).

Evaluasi model di PLS-SEM melalui dua tahap yaitu evaluasi model pengukuran dan evaluasi model struktural. Evaluasi model pengukuran dilakukan untuk menilai reliabilitas dan validitas indikator pembentuk konstruk laten. Sementara itu, evaluasi model struktural bertujuan untuk memprediksi hubungan antara variabel laten dengan melihat seberapa banyak varians yang dapat dijelaskan dan mengetahui signifikansi p-value (Latan dan Ghazali, 2016).

Evaluasi model pengukuran tidak dilakukan dalam penelitian ini karena variabel yang digunakan adalah variabel *manifest*. Dengan demikian, tidak perlu menilai reliabilitas dan validitas pengukuran konstruk.

Evaluasi Model Struktural

Sebelum menguji model struktural utama, terlebih dahulu mengevaluasi *goodness of fit* dari model penelitian dapat dilihat outputnya pada tabel 3 berikut.

Tabel 3. *Goodnes of Fit* Model Struktural

Kriteria	Parameter
Average Path Coefficient (APC)	0.204***
Average R-Squared (ARS)	0.243***
Average Adjusted R-Squared (AARS)	0.231***
Average Block Vif (AVIF)	1.133
Average Full Collinearity Vif (AFVIF)	1.302
Tenenhaus Gof (GOF)	0.492
Sympson's Paradox Ratio (SPR)	0.889
R-Squared Contribution Ratio (RSCR)	0.999
Statistical Suppression Ratio (SSR)	0.778
Nonlinear Bivariate Causality Direction Ratio (NLBCDR)	0.722

***, **, * Menunjukkan Signifikan Masing-Masing Pada 0.01, 0.05 And 0.1.

Sumber: Data di olah (2018)

Berdasarkan Tabel 3. di atas dapat dilihat model penelitian ini mempunyai fit yang baik, dimana nilai P value untuk APC, ARS dan AAR < 0.001 dengan nilai APC = 0.204, nilai ARS = 0.243 dan nilai AARS = 0.231. Begitu juga dengan nilai AVIF dan AFVIF yang dihasilkan yaitu < 3.3, yang berarti bahwa

tidak ada masalah multikolonieritas antar indikator dan antar variabel eksogen. GoF yang dihasilkan yaitu 0.492 > 0.36 merupakan kategori besar yang berarti fit model sangat baik. Untuk SPR menghasilkan nilai 0.889 > 0.7, SSR menghasilkan nilai 0.778 > 0.7 dan NLBCDR menghasilkan nilai sama dengan

0.722 > 0.70 dan nilai RSCR 0.999 > 0.90 masih dapat diterima yang berarti tidak ada problem kausalitas didalam model (Latan dan Ghozali, 2016).

Selanjutnya untuk melihat hasil estimasi hubungan antar konstruk serta besarnya *variance* dan *effect size* dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Evaluasi Model Struktural

Description Path	Path Coefficient	R ²	Q ²	Effect Size	Standar Error
KT → ATO	0.277***	0.127	0.148	0.069	0.054
SIZE → ATO	0.245***			0.026	0.065
LEV → ATO	-0.011			0.001	0.052
KL → ATO	-0.228***	0.336	0.353	0.042	0.057
KT → TOBIN'S Q	0.135***			0.022	0.045
SIZE → TOBIN'S Q	0.240***			0.076	0.050
LEV → TOBIN'S Q	0.052			-	0.044
KL → TOBIN'S Q	0.196***			0.034	0.050
ATO → TOBIN'S Q	0.454***			0.216	0.061

***, **, * menunjukkan signifikan masing-masing pada 0.01, 0.05 and 0.1.

Semua Estimasi Hubungan antar Variabel dengan Standar Error yang Robust

Sumber: Data di olah (2018)

Berdasarkan Tabel 4 di atas diperoleh nilai *adjusted R-squared* (R²) yang dihasilkan oleh *Asset Turn Over* adalah 0,127. Nilai ini termasuk dalam kategori kecil (≤ 0.25) dan menunjukkan variasi yang bisa dijelaskan oleh variabel independen sebesar 12.7%. Selanjutnya nilai *adjusted R-squared* (R²) yang dihasilkan oleh Tobin's Q sebesar 0.336. Ini berarti termasuk dalam kategori moderat (≥ 0.25) dan menunjukkan variasi yang dapat dijelaskan oleh variabel independen dan mediasi sebesar 33.6 %.

Nilai Q-squared yang dihasilkan untuk *Asset Turn Over* dan Tobin's Q adalah 0.148 > 0 dan 0.353 > 0 yang berarti bahwa model memiliki validitas prediktif. *Effect size* dari variabel Kepemilikan Terkonsentrasi dengan ATO dan Tobin's Q yang dihasilkan adalah 0.069 > 0.02 dan 0.022 > 0.02 yang berarti memiliki *effect size*. Nilai *effect size* efisiensi operasional (*Asset Turn Over*) terhadap Tobin's Q merupakan nilai yang terbesar dari variabel lainnya (0.216) sehingga dapat dinyatakan secara praktisi efisiensi operasional (*Asset Turn Over*) memiliki peran penting dalam menentukan Nilai Perusahaan (Tobin's Q). Hasil estimasi hubungan antar konstruk diatas menunjukkan bahwa Kepemilikan Terkonsentrasi berpengaruh positif signifikan

terhadap efisiensi operasional (*Asset Turn Over*) dengan nilai path koefisiennya sebesar 0.277. Hasil ini mendukung Hipotesis 1. Dengan demikian hasil ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yaitu Bruce (2011), Hassan *et al.* (2014) dan Chang dan Zhang (2015) yang menyatakan bahwa Kepemilikan Terkonsentrasi lebih memungkinkan untuk mengambil keputusan-keputusan strategis yang memaksimalkan perilaku perusahaan untuk memaksimalkan efisiensi dalam operasional.

Selanjutnya hasil estimasi hubungan antar konstruk diatas menunjukkan bahwa Kepemilikan Terkonsentrasi berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q, dengan nilai path koefisien sebesar 0.135. Hasil ini mendukung Hipotesis 2, serta mendukung hasil penelitian Caixe dan Krauter (2013), Vintila dan Gherghinaa (2014) dan Nguyen et al. (2015) yang menyatakan kepemilikan terkonsentrasi dapat menjadi mekanisme untuk mengendalikan perusahaan dan mengarahkan manager untuk mencapai tujuan pemegang saham.

Selanjutnya hasil estimasi hubungan antar konstruk menunjukkan efisiensi operasional berpengaruh positif terhadap Tobin's Q, dengan nilai path koefisien sebesar 0.454. Hasil ini mendukung Hipotesis 3 serta

mendukung penelitian sebelumnya yaitu penelitian Gill *et al.* (2014) yang menyatakan bahwa perusahaan yang dapat meningkatkan efisiensi operasional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pembuktian Hipotesis 4 diperlukan pengujian mediasi, apakah efisiensi operasional memediasi pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap Tobin's Q. Pengujian mediasi pada penelitian ini menggunakan metode VAF yang dianggap lebih tepat jika teknik analisis data menggunakan PLS-SEM (Hair *et al.*, 2013). Prosedur pengujian mediasi dengan metode VAF adalah: (1) Menguji pengaruh langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen tanpa memasukkan variabel mediasi. (2) Jika pengaruh langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen signifikan maka dilanjutkan dengan menguji pengaruh tidak langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen dengan memasukkan variabel mediasi. (3) Jika pengaruh tidak langsung variabel eksogen terhadap endogen signifikan maka selanjutnya menghitung besarnya nilai VAF yaitu dengan membagi nilai path koefisien pengaruh tidak langsung dengan pengaruh total. Dimana

pengaruh total adalah pengaruh langsung ditambah dengan pengaruh tidak langsung. Kemudian menentukan efek mediasi dengan kriteria sebagai berikut:

- VAF > 80% berarti terjadi mediasi penuh (*full mediation*).
- $20\% \leq \text{VAF} \leq 80\%$ berarti terjadi mediasi sebagian (*partial mediation*)
- VAF < 20% berarti tidak ada efek mediasi dalam model.

Hasil pengaruh langsung variabel Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap Tobins Q tanpa variabel mediasi menunjukkan berpengaruh positif signifikan (p-value < 0.001) dengan nilai path koefisien sebesar 0.261. Selanjutnya dilakukan pengujian pengaruh tidak langsung variabel pemegang saham pengendali terhadap Tobin's Q melalui variabel mediasi yaitu efisiensi operasional. Hasil uji mediasi menunjukkan berpengaruh signifikan (p-value < 0.001) dengan nilai path koefisien sebesar 0.126. Tahap berikutnya menghitung besarnya nilai VAF untuk menentukan ada atau tidak adanya efek mediasi, perhitungan VAF dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. Perhitungan VAF Pengaruh KT terhadap Tobins Q melalui mediasi ATO

Indirect effect	0.126
Direct effect	0.261
Total effect	0.387
VAF (indirect effect/total effect)	0.325

Sumber: Data di olah (2018)

Berdasarkan Tabel 5 dapat dilihat nilai VAF sebesar 0.325 atau 32.5 %, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat efek mediasi dengan kategori *partial mediation* ($20\% \leq \text{VAF} \leq 80\%$). Hasil ini mendukung hipotesis 4 serta mendukung pernyataan Jensen dan Meckling (1976) dan hasil penelitian empiris Utomo *et al.* (2018). Hasil ini membuktikan bahwa Kepemilikan Terkonsentrasi dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan (*Tobins Q*) secara tidak langsung melalui efisiensi operasional.

SIMPULAN

Studi ini bertujuan menguji secara empiris pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi operasional sebagai variabel mediasi. Hasil penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan terkonsentrasi mampu mengarahkan manajer untuk memaksimalkan efisiensi operasional. Selain itu monitoring kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap usaha manajer meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini mendukung teori agensi yang berpendapat bahwa mekanisme monitoring melalui

kepemilikan terkonsentrasi dapat meminimalisir masalah agensi dan melindungi kepentingan pemegang saham (jensen dan meckling, 1976; eisenhardt, 1989).

Penelitian ini telah membuktikan bahwa kemampuan perusahaan meningkatkan efisiensi operasional sebagai keunggulan kompetitif yang berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini sejalan dan mendukung teori RBV yang menyatakan bahwa keunggulan kompetitif perusahaan memberikan valuasi nilai perusahaan yang lebih baik (Hart, 1997).

Hasil temuan utama dalam penelitian ini menunjukkan bahwa monitoring Kepemilikan Terkonsentrasi dapat berpengaruh tidak langsung terhadap peningkatan nilai perusahaan melalui tindakan manajer yang mengedepankan efisiensi operasional. Penelitian ini memberikan implikasi untuk dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham dengan jalan meningkatkan monitoring Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap manajer. Sebagaimana penjelasan Shleifer dan Vishny (1997) bahwa mekanisme kepemilikan terkonsentrasi sebagai pemegang saham pengendali dapat mengarahkan keputusan-keputusan strategis operasional yang sesuai dengan tujuan pemegang saham.

Berdasarkan hasil penelitian maka dapat disarankan implikasi praktis untuk meningkatkan nilai perusahaan yaitu sebagai berikut: (1) Meningkatkan kepemilikan terkonsentrasi untuk meningkatkan monitoring terhadap manajer dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan (2) Pemegang saham dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengarahkan manajer agar memaksimalkan efisiensi dalam operasional (3) Kepemilikan terkonsentrasi masih dapat menjadi model dalam mekanisme monitoring untuk mengatasi masalah agensi di negara berkembang khususnya di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Abuzayed, B., P. Molyneux, dan N. Al-Fayoumi. 2009. Market value, book value and earnings: is bank efficiency a missing link?. *Managerial Finance*, Vol. 35, No. 2, hlm: 156 - 179.
- Ahmed, K., S. Sehrish, F. Saleem, dan M. Yasi. 2012. Impact Of Concentrated Ownership On Firm Performance (Evidence From Karachi Stock Exchange). *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, Vol. 4, No. 5.
- Al-Saidi, M., dan B. A. Al-Shammari. 2015. Ownership concentration, ownership composition and the performance of the Kuwaiti listed non-financial firms. *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 25, No. 1.
- Al-Tuwaijri, S. A., T. E. Christensen, dan K. E. Hughes. 2004. The relationship among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: A Simultaneous Equation Approach. *Accounting Organization and Society*, Vol. 29, No. 5/6, hlm: 447-471.
- Alexopoulos, I., K. Kounetas, dan Dimitris Tzelepis. 2011. Environmental performance and technical efficiency, is there a link?. *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 61, No. 1, hlm: 6-23.
- Anderson, K. L., D. N. Deli, dan S. L. Gillan. 2003. Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings. Artikel dipresentasikan pada *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper*.
- Baik, B., J. Chae, S. Choi, dan D. B. Farber. 2013. Changes in Operational Efficiency and Firm Performance: A Frontier Analysis Approach. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30, No. 3, hlm: 995-1026.
- Berle, dan Means. 1932. The Modern Corporation and Private Property. *New York: The Mac-millan Company*.

- Bruce, D. N. 2011. Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency. *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 5.
- Caixe, D. F., dan E. Krauter. 2013. The Influence of the Ownership and Control Structure on Corporate Market Value in Brazil. *R. Cont. Finance*, Vol. 24, No. 62, hlm: 142-153.
- Caracuel, J. A., dan N. O. d. Mandojana. 2013. Green Innovation and Financial Performance: An Institutional Approach. *Organization & Environment* <http://oae.sagepub.com>.
- Chang, K., dan L. Zhang. 2015. The Effects of Corporate Ownership Structure on Environmental Information Disclosure—Empirical Evidence from Unbalanced Penal Data in Heavy-pollution Industries in China. *WSEAS Transactions on Systems and Control*, Vol. 10.
- Claessens, S., S. Djankov, dan L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No., hlm: 81-112.
- Dallas, G. 2004. *Governance and Risk. Analytical Hand books for Investors, Managers, Directors and Stakeholders Standard and Poor*. New York Governance Services, MC.Graw Hill.
- Desoky, A. M., dan G. A. Mousa. 2013. An empirical investigation of the influence of ownership concentration and identity on firm performance of Egyptian listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 3, No. 2, hlm: 164 - 188.
- Dwaikat, N., dan A. Queiri. 2014. The Relationship between Ownership Structure and Firm's Performance: An Empirical Evidence from Palestine. *International Journal of Business and Management*, Vol. 9, No. 12, hlm: 49-61.
- Earle, Kucsera, dan Telegdy. 2004. Ownership Concentration and Corporate performance on the Budapest Stock Exchange. *Journal of Corporate governance*, Vol. 11, No., hlm: 1-24.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, hlm: 57-74.
- Fairfield, P. M., dan T. L. Yohn. 2001. Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability. *Review of Accounting Studies*, Vol. 6, No., hlm: 371-385.
- Fama, E. F., dan M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, hlm: 301-325.
- Farooque, O. A., T. v. Zijl, K. Dunstan, dan A. W. Karim. 2010. Co-deterministic relationship between ownership concentration and corporate performance. *Accounting Research Journal*, Vol. 23, No. 2, hlm: 172 - 189.
- Francis, J., K. Schipper, dan L. Vincent. 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 2, hlm: 329-360.
- Gill, A., M. Singh, N. Mathur, dan H. S. Mand. 2014. The Impact of Operational Efficiency on the Future Performance of Indian Manufacturing Firms. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 10.
- Goel, S. 2012. The Link Between Operational Efficiency and Solvency: The Case Of Food Processing Industry in India. *Accountancy Business and The Public Interest*.
- Grosfeld, I. 2006. Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market. Artikel dipresentasikan pada *William Davidson Institute Working Paper*, The University Of Michigan.
- Hair, J. F., G. T. M. Hult, C. Ringle, dan M. Sarstedt. 2013. *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation*

- Modeling (PLS-SEM)*. Los Angeles: SAGE.
- Hart, S. 1995. A natural resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 4, hlm: 874-907.
- Hart, S. L. 1997. Beyond Greening: Strategies for a sustainable world. *Harvard Business Review*, Vol. 24, No. 1, hlm: 66-76.
- Hassan, S., Z. Othman, dan M. Harun. 2014. Ownership Structure Variation and Firm Efficiency. *Asian Social Science*, Vol. 10, No. 11, hlm: 233-241.
- Hill, C. W. L., dan S. A. Snell. 1989. Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal*, Vol. 32, , No., hlm: 25-46.
- Iqbal, M., S. T. P. Assih, dan Rosidi. 2013. Effect of Environmental Accounting Implementation and Environmental Performance and Environmental Information Disclosure as Mediation on Company Value. *International Journal of Business and Management Invention*, Vol. 2, No. 10, hlm: 55-67.
- Jaafar, A., dan M. El-Shawa. 2015. Ownership concentration, board characteristics and performance: evidence from Jordan". *Accounting in Emerging Economies*, Vol. 9, No., hlm: 73-95.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, hlm: 323-329.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, hlm: 305-360.
- Jeong, K. Y., dan D. T. Phillips. 2001. Operational efficiency and effectiveness measurement. *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 21, No. 11, hlm: 1404-1416.
- Kanghwa, C. 2010. From operational efficiency to financial efficiency. *Asian Journal on Quality*, Vol. 11, No. 2, hlm: 137 - 145.
- Keown, A. J. 2004. *Prinsip-prinsip dan Aplikasi Manajemen Keuangan*. Jakarta: Penerbit Indeks
- Krivogorsky, V., dan G. Grudnitski. 2010. Country-specific institutional effects on ownership: concentration and performance of continental European firms. *J Manag Gov*, Vol. 14, No., hlm: 167-193.
- Kuo, L., S. K. Huang, dan Y. C. J. Wu. 2010. Operational efficiency integrating the evaluation of environmental investment: the case of Japan. *Management Decision*, Vol. 48, No. 10, hlm: 1596 - 1616.
- Latan, H., dan I. Ghozali. 2016. *Partial Least Squares Konsep, Metode dan Aplikasi Menggunakan WarpPLS 5.0*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Lin, C. J. 2011 An Examination Of Board And Firm Performance : Evidence From Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 5, No. 4.
- Lindenberg, E. B., dan S. A. Ross. 1981. Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *Journal of Business*, Vol. 54, No. 1, hlm: 1-32.
- Mahdavi, G., A. G. Moghaddam, dan S. Alipour. 2012. An investigation of cost, revenue and profit efficiency: The case of Iranian companies. *African Journal of Business Management*, Vol. 6, No. 30, hlm: 8879-8888.
- Majumdar, S. K., dan A. A. Marcus. 2001. Rules versus Discretion: The Productivity Consequences of Flexible Regulation. *The Academy of Management Journal*, Vol. 44, No. 1, hlm: 170-179.
- Maug, E. 1998. Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?. *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, hlm: 65-98.
- McWilliams, A., dan D. L. Smart. 1993. Efficiency v. Structure-Conduct-

- Performance: Implications for Strategy Research and Practice. *Journal of Management*, Vol. 19, No. 1, hlm: 63-78.
- Muhammad, N., F. Scrimgeour, K. Reddy, dan S. Abidin. 2015. The Relationship between Environmental Performance and Financial Performance in Periods of Growth and Contraction: Evidence from Australian Publicly Listed Companies. *Journal of Cleaner Production*, Vol. 102, No., hlm: 324-332.
- Nguyen, T., S. Locke, dan K. Reddy. 2015. Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 41, No., hlm: 148-161
- Porta, R. L., F. Lopez-De-Silanes, dan A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 2.
- Porta, R. L., F. L. d. Silanes, A. Shleifer, dan R. W. Vishny. 1996. Law And Finance. *NBER Working Paper 5661*.
- Porter, M. E., dan C. v. d. Linde. 1995. Green and competitive : Ending the stalemate. *Harvard Business Review*, Vol. 73, No. 5, hlm: 120-134.
- PROPER. 2011. *Laporan Hasil Penilaian Program Penilai Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup*. Sekretariat PROPER Kementerian Lingkungan Hidup.
- Rashida, A., A. D. Zoysab, S. Lodh, dan K. Rudkinb. 2010. Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business Finance Journal*, Vol. 4, No. 1.
- Ross, S. A. 1973. The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem. *American Economic Review*, Vol. 63, No. 2, hlm: 134-139.
- . 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, hlm: 23-40.
- Russell, L. A., M. R. Langemeier, dan B. C. Briggeman. 2013. The impact of liquidity and solvency on cost efficiency. *Agricultural Finance Review*, Vol. 73, No. 3, hlm: 413 - 425.
- Santosuosso, P. 2014. Do Efficiency Ratios Help Investors to Explore Firm Performances? Evidence from Italian Listed Firms. *International Business Research*, Vol. 7, No. 12.
- Sartono, R. A. 2012. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Shleifer, A., dan R. W. Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal Of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, hlm: 461-488.
- . 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, hlm.
- Sholihin, M., dan D. Ratmono. 2013. *Analisis SEM-PLS dengan Warp PLS 3.0 untuk Hubungan Nonlinier dalam Penelitian Sosial dan Bisnis*. Yogyakarta: Penerbit ANDI.
- Soliman, M. T. 2008. The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review*, Vol. 83 No. 3, hlm: 823-853.
- Sudiyatno, B. 2010. Peran Kinerja Perusahaan Dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, Dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan, Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang, Semarang.
- Thomsen, S., dan T. Pedersen. 2000. Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, Vol. 21, No., hlm: 689-705.
- Utomo, M. N., S. Wahyudi, H. Muharam, dan M. L. Taolin. 2018. Strategy to Improve Firm Performance Through Operational Efficiency Commitment to Environmental Friendliness: Evidence from Indonesia. *Organizations and*

- Markets in Emerging Economies*, Vol. 9, No. 1(7), hlm: 62-85.
- Vintila, G., dan S. C. Gherghinaa. 2014. The Impact of Ownership Concentration on Firm Value. Empirical Study of The Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, Vol. 15, No., hlm: 271 – 279.
- Voulgaris, F., dan C. Lhemonakis. 2014. Competitiveness and profitability : The Case Of Chemicals, Pharmaceuticals and Plastics. *The Journal of Economics Asymmetries*, Vol. 11, No., hlm: 46-57.
- Wahla, K.-U.-R., S. Z. A. Shah, dan Z. Hussain. 2012. Impact of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol., No. 84.
- Warrad, L., S. M. Almahamid, N. Slihat, dan M. Ahimer. 2013. The Relationship Between Ownership Concentration And Company Performance, A Case Of Jordanian Non-Financial Listed Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business* Vol. 4, No. 9.
- Wassmer, Ulrich, Cueto, D. C, Switzer, dan L. N. 2014. The Effect of Corporate Environmental Initiatives on Firm Value: Evidence from Fortune 500 Firms. *Business And Economics--Management*, Vol. 17, No. 1, hlm: 1-19.
- Yasser, Q. R., dan A. A. Mamun. 2015. Effects of ownership concentration on firm performance: Pakistani evidence. *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 9, No. 2, hlm: 62 - 176.

